

26.-27. Mart/March 2021.

POLOŽAJ BOSANSKOHERCEGOVAČKOG TRŽIŠTA KAPITALA U OKVIRU MEĐUNARODNIH FINANSIJSKIH TRŽIŠTA

Doc. dr. Husein Mehmedović, e-mail: mehmedovic.gr@gmail.com

Internacionalni univerzitet Travnik u Travniku, Bosna i Hercegovina

Narajan Mehmedović, e-mail: narajanmehmedovic@gmail.com

J U Mješovita srednja škola "Gračanica",

Pregledni članak

Sažetak: Bosna i Hercegovina kao jedna od ekonomski nerazvijenih država u periodu tranzicije, naročito posljednjih desetak godina aktivno se bavi trgovinom na međunarodnim tržištima kapitala. Sarajevska berza (SaSe) i Banjalučka berza (BISe), kao njeni predstavnici su obzirom na kapacitet, ostvarile prosječan rezultat trgovanja za naše prilike. U budućnosti predstavlja optimistična predviđanja s obzirom da Bosna i Hercegovina u odnosu na njenu veličinu i ekonomski razvoj, mogla bi da ima respektabilno finansijsko tržište. S obzirom da je pandemija COVID-19 usporila njen rast postavlja se pitanje da li će se tržište kapitala u skorije vreme oporaviti? Sagledavanjem svih dostupnih informacija u ovom radu dolazimo do odgovora, da je oporavak moguć ali uz reformisanu ekonomsku politiku prema postojećim finansijskim tržištima, a čiji je sastavni dio tržište kapitala.

Glavne riječi: Tržište kapitala, međunarodno finansijsko tržište.

POSITION OF THE BOSNIA AND HERZEGOVINA CAPITAL MARKET WITHIN THE INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS

Abstract: Bosnia and Herzegovina, as one of the less developed transitional countries, has been dealing actively with trading on the international capital markets. The Sarajevo Stock Exchange (SaSe) and Banja Luka Stock Exchange (BISe) as its representatives have achieved the average trading result, having in mind their capacities. There are optimistic expectations for the future, since Bosnia and Herzegovina could have respectable financial market, relative to the size of its economy and its economic development. Having in mind that the Covid-19 pandemic slowed down its economic growth, there is a question whether its capital market will recover in near future. By perceiving all necessary information, the paper concludes that the recovery is possible if we implement a redesigned economic policy regarding current financial markets, including the capital market.

Keywords: Capital markets, International Financial Market.

1. Uvod

Međunarodno tržište kapitala predstavlja najznačajnije uređeno trgovanja hartijama od vrijednosti. Tržišta koja su po svojoj prirodi na prostorima zemalja Zapadnog Balkana anemična i nerazvijena imaju tendenciju potencijalnog rasta, a među takvim tržištima je i tržište kapitala u Bosni i Hercegovini. Naravno da na takve tendencije imaju uticaj i neke transnacionalne kompanije koje u cilju ostvarivanja profita svoj kapital ulažu na tržištima kapitala zemlja u razvoju zbog velike mogućnosti da se njihov kapital brže oplođava u svakom slučaju, bez obzira na opasnosti od velikih promjena na deviznom tržištu u odnosu euro-dolar. Bosna i Hercegovina ima komplikovano tržište kapitala koje je regulisano na entitetskom nivou što potencijalnim investitorima predstavlja pogrešnu sliku o našoj zemlji. Iako korupcija jednim dijelom za posljedicu ima nesigurnost investitora u rizična ulaganja, kao i loša zakonska regulativa na entitetskom nivou kojom su uređeni odnosi na bosanskohercegovačkim finansijskim tržištima. Ovakvi odnosi na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini se negativno odražavaju na njegov položaj i mjesto Bosne i Hercegovine na međunarodnom tržištu kapitala. U ovom radu predstaviti ćemo bosanskohercegovačko tržište kapitala koje je organizovano kroz postojanje dvije berze u Sarajevu i Banja Luci. Navest ćemo učesnike na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini i predstaviti neke od transakcija koje su nedavno na njemu obavljene.

2. Značaj međunarodnog tržišta kapitala

Međunarodno tržište kapitala obuhvata tržište na kome pojedinci i institucije trguju hartijama od vrijednosti. Najčešće se u trgovini pojavljuju javni i privatni subjekti. Tržište kapitala obuhvata primarno i sekundarno tržište. Na primarnom tržištu kapitala najčešće se trguje novim hartijama od vrijednosti. Uglavnom su to hartije od vrijednosti poput obveznica i dionica. Za razliku od primarnog tržišta kapitala, na sekundarnom tržištu kapitala se trguje već postojećim hartijama od vrijednosti. Osnovni dijelovi tržišta kapitala su:

- Tržište dionica;
- tržište obveznica;
- tržište bankarskih depozita;
- devizno tržište.

Da bi se nesmetano obavljao međunarodni transfer kapitala, nezaobilazno je devizno tržište. Zbog toga devizno tržište predstavlja jedan od ključnih segmenata međunarodnog tržišta kapitala. Vodeći finansijski centri u svijetu su međusobno povezani u mrežu koja omogućuje brzo i uredno odvijanje međunarodnih finansijskih transakcija. Svaki finansijski centar ima sopstvenu strukturu institucija i pojedinačnih subjekata kao što su: brokeri, dileri, investicione banke i drugi, koji omogućavaju odvijanje međunarodnih finansijskih transakcija. Investitori kupuju hartije od vrijednosti na međunarodnom tržištu kapitala da bi ostvarili prinose ili profit po osnovu posjedovanja ovih papira, ali i da bi postigli diverzifikaciju svojih portfelja. Međunarodno kretanje kapitala je motivisano nastojanjem investitora da ostvare prinose. Subjekti tržišta kapitala odluke donose autonomno sa namjerom da maksimiziraju prinos ili da izvrše diverzifikaciju portfelja u cilju minimiziranja rizika. Promet na svjetskim tržištima

26.-27. Mart/March 2021.

deviza i kapitala na dnevnom nivou znatno je veći od dnevnog prometa po osnovu međunarodnih trgovinskih transakcija i drugih plaćanja po osnovu tekućeg računa, što svjedoči da investitori postupaju rukovođeni sopstvenim motivima. To je dokaz da je preovlađujući dio transakcija na međunarodnom tržištu kapitala autonomnog karaktera. □1□ Međunarodno tržište kapitala se neprekidno proširuje i razvija sa tendencijom ubrzanog širenja naročito na područja koja su do sada bila izuzetno anemična na pojavu i razvoj tržišta kapitala. To se naročito odnosi na zemlje koje nemaju veće učešće na međunarodnom tržištu kapitala. Neke od tih zemalja su i zemlje Zapadnog Balkana, a među koje spada Bosna i Hercegovina. U našoj zemlji sve zaostaje, tako da smo uglavnom jedna od zemalja koja se među posljednjima ukrcava u posljednji vagon voza koji se kreće ka ubrzanom ekonomskom oporavku privrede koja je dobrim dijelom stradala kroz različite ekonomke i političke turbulencije na prostorima Zapadnog Balkana.

3. Tendencije na međunarodnom tržištu kapitala

Rastuća uloga transnacionalnih kompanija (TNK) u svjetskoj privredi tokom 70-tih godina prošlog vijeka povećala je značaj privatnog kapitala u odnosu na zajmovni kapital iz zvaničnih izvora. Ekonomska motivisanost investitora da plasiraju kapital u inostranstvo snažno je proširena na diverzifikaciju portfolija u cilju minimiziranja rizika. Korpus vlasnika kapitala vremenom je ojačan pojavom privatnih investicionih fondova, penzionih fondova, osiguravajućih kompanija, hedž fondova i drugih institucionalnih investitora, kao moćnih subjekata na sceni međunarodnog tržišta kapitala. Motivisanost spomenutih subjekata postaje presudna u globalnim tokovima kapitala, mada ne jenjava ni uticaj MMF-a, Svjetske banke, regionalnih razvojnih banaka, velikih komercijalnih banaka i država. Iako mnoge zemlje u razvoju (ZUR), imaju naglašene potrebe za stranim kapitalom kao faktorom pokretanja privrednog razvoja i rasta, odnosno činiocem uravnoteženja platnog bilansa. Ovi razlozi ne mogu biti osnova za objašnjenje razmjera savremenih međunarodnih tokova kapitala. Potrebno je uzeti i druge motive na strani ponude kapitala, kao što su diverzifikacija rizika, strategija transnacionalnih kompanija (TNK) ili opšti činioci proistekli iz procesa globalizacije svjetskog finansijskog tržišta. U svakom slučaju, bilo koje međunarodno kretanje kapitala motivisano je postizanjem određenog poslovnog rezultata. Brojni su učesnici na međunarodnom tržištu kapitala i svaki od njih ima različite motive učestvovanja kako u cilju ostvarivanja profita, također i zauzimanja svoje pozicije kao tržišnog igrača na međunarodnom tržištu kapitala. Poznavajući aktivnosti komercijalnih banaka koje učestvovanjem na međunarodnom tržištu kapitala prikupljaju depozite i odobravaju kredite, a investicione banke i druge organizacije se bave plasiranjem hartija od vrijednosti koje emituju države i korporacije. U odnosu na banke, nebankarske finansijske institucije, kao što su hedž fondovi, osiguravajuće kompanije, penzioni fondovi i zajednički fondovi imaju za cilj diverzifikaciju svojih portfolija.

4. Učesnici na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini

Dosadašnja praktična iskustva tržišta kapitala ukazuju da se kao učesnici najčešće pojavljuju:

- Preduzetnici korisnici kapitala u ulozi kupaca;
- Investitori i vlasnici kapitala u ulozi prodavca;
- Država u ulozi organizatora i kontrolora;

26.-27. Mart/March 2021.

- Posrednici u obliku banaka i drugih bankarskih organizacija, specijalizovanih finansijskih organizacija kao i berzi.

Razvijena finansijska tržišta kao što su u SAD-u, razvila su cijeli niz finansijskih institucija. One se nastavljaju mijenjati i inovirati, dok istovremeno uvode u potpunosti nove institucije. Finansijsko tržište u Bosni i Hercegovini je relativno nerazvijeno i uključuje samo određene osnovne vrste finansijskih institucija.

Glavni učesnici na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini su: □4□

- Komisija za vrijednosne papire;
- Registar vrijednosnih papira;
- Investicioni fondovi;
- Kompanije za upravljanje fondovima;
- Brokerske kuće;
- Depozitne banke;
- Custodian banke;
- Brokeri i investicioni savjetnici.

5. Specifičnost trgovanja na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini

Tržišta kapitala u BiH su regulisana na entitetskom nivou (FBiH i RS). Stoga, propisi se odnose na tržište kapitala u FBiH, koje ima regulatorni okvir i svoje institucije, ili tržište kapitala RS, na koje se isto odnosi. Međutim, postoji značajna usklađenost regulative između dva entiteta. Pravni okvir za tržišta kapitala se može naći u propisima FBiH i RS koji se odnose na tržišta vrijednosnih papira. Ovi propisi regulišu glavna pitanja koja se odnose na definicije termina, učesnika, institucija i njihove organe, prava i obaveze u pogledu tržišta kapitala u BiH. Nedavne pravne promjene u RS su eliminisane sa sposobnošću banaka da preuzmu direktnu ulogu u poslovanju na tržištu finansijskog posredovanja, dovodeći zakonodavstvo RS u sklad sa onim u FBiH, barem što se tiče finansijskih tržišta. □8□ Tržišta kapitala imaju dobro razvijena sekundarna tržišta, gdje se odvija prodaja prethodno izdatih hartija od vrijednosti. □6□ Kada se govori o regulaciji i organizaciji tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini može se slobodno kazati da je ono složeno i organizovano na više nivoa. S obzirom da je prema ustavnom uređenju Bosna i Hercegovina podjeljena na dva entiteta, tako da je tržište kapitala podijeljeno na dva samostalna i nezavisna tržišta, Sarajevska berza (SaSe) i Banjalučka berza (BISe). Zakonsku osnovu za razvoj tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini čine: Zakon o vrijednosnim papirima, Zakon o Komisiji za vrijednosne papire, Zakon o društvima za upravljanje investicionim fondovima i investicioni fondovi, Zakon o registru vrijednosnih papira i Zakon o privrednim društvima. Tržište kapitala u Bosni i Hercegovini karakteristično je za siromašne i nerazvijene zemlje, a razvoj samog tržišta je usporen zbog nekvalitetnih investicija i nepovoljne strukture. Investiranje u Bosni i Hercegovini uglavnom

26.-27. Mart/March 2021.

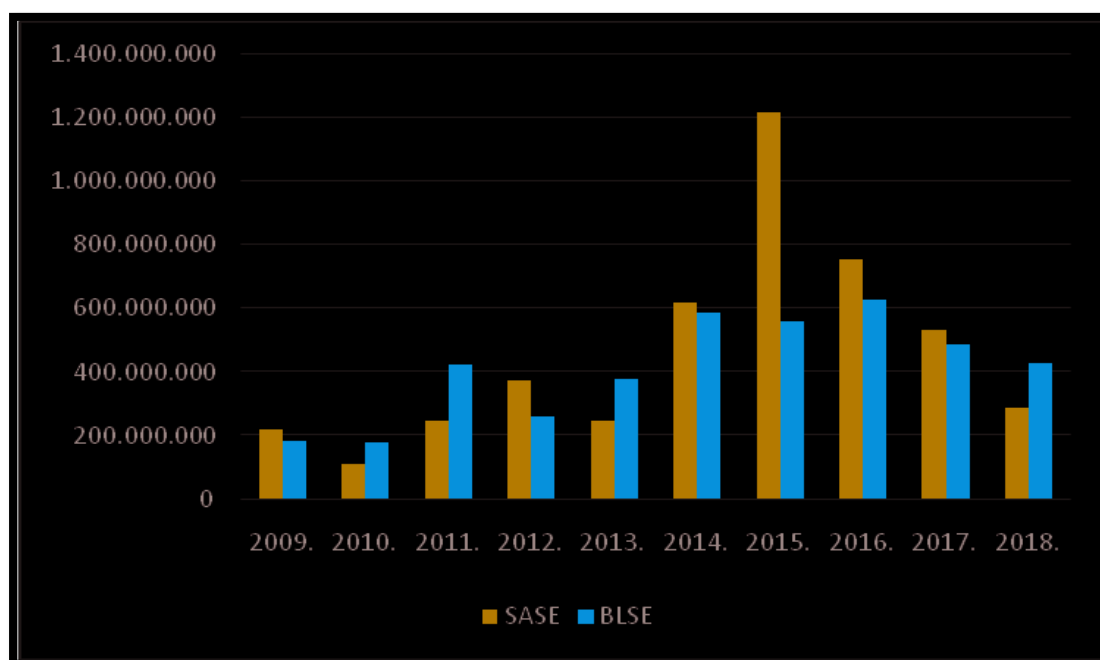
zavisi od inostrane štednje. Prema studiji koju je uradila EBRD, uz preporuke OECD-a, utvrđena je procjena zakonske uređenosti finansijskog tržišta u Bosni i Hercegovini. Analiza je pokazala da se najviše postiglo u sprečavanju pranja novca, razvijenosti posrednika, kolektivnoj šemi i zaštiti informacija. Najnerazvijeniji segment predstavlja brojnost instrumenata sa kojima se trguje na organizovanom tržištu kapitala. U toku vremenskog perioda od 2009 do 2019. godine na berzama je ostvaren ukupan promet od 8.711.129.499 KM, od toga 4.605.777.726 KM na Sarajevskoj berzi (SaSe) što čini 52,87 % ukupnog prometa ostvarenog na bosanskohercegovačkim berzama, a iznos 4.105.351.773 KM (47,13%) čini ostvaren promet na Banjalučkoj berzi (BISe). Od 2013. godine Sarajevska berza ima lagani pad u ostvarivanju ukupnog prometa, nakon čega ostvareni promet raste, da bi u 2015. godini dostigla vrhunac u iznosu od 1.219.583.581,00 KM. Kada je riječ o Banjalučkoj berzi nema naglih oscilacija u ostvarenom prometu tokom promatranog perioda. Važan pokazatelj razvijenosti bosanskohercegovačkog finansijskog tržišta svakako je tržišna kapitalizacija koja predstavlja cijene dionica, umanjene za broj izdatih dionica za kotirana domaća preduzeća. Investicioni fondovi i kompanije čije je jedino poslovanje posjedovanje dionica drugih društava koja ne kotiraju na tržištu, a ne ubrajaju se u tržišnu kapitalizaciju. Tržišna kapitalizacija u Bosni i Hercegovini iznosila je 23% nominalnog BDP-a u decembru 2018. godine, što predstavlja pad od 3% u odnosu na decembar 2017. godine gdje je (tržišna kapitalizacija 25%). Najveći postotak zabilježen je u decembru 2008. godine gdje je tržišna kapitalizacija iznosila 44% nominalnog BDP-a. Analizirajući period unazad deset godina do danas vidljivo je da je stanje na tržištu kapitala nepovoljno, slabo i nerazvijeno. Tržište kapitala nema veliku ulogu u finansiranju preduzeća, pod uticajem je ostvarivanja državnih ciljeva te ima mali broj internih dioničara.

Za razvijenost tržišta kapitala najčešći pokazatelj koji se uzima jeste odnos tržišne kapitalizacije i BDP-a. Odnos BDP-a i tržišne kapitalizacije kreće se u nerazvijenim zemljama ispod 5%, manje razvijenim zemljama od 5 do 20%, srednje razvijem zemljama između 20% i 40%, više srednje razvijenim od 40% do 60%, a najrazvijenijim tržištima prelazi 60%. □3□ Ukoliko izvršimo analizu za Bosnu i Hercegovinu od 2008. do 2010. godine tržište kapitala bilo je u laganom rastu i nalazilo se u grupi više srednje razvijenih zemalja. Međutim, tržište kapitala je u Bosni i Hercegovini nakon 2010. godine pa sve do danas sve bliže grupi manje razvijenih zemalja. Ukoliko napravimo uporednu analizu za zemlje srednjoistočne evrope, postotak razvijenosti jeste između 20% i 40%, kao i kod Bosne i Hercegovine. Od zemalja srednjoistočne evrope najbolji postotak razvijenosti pokazuje Poljska za koju se može reći da ide ka najrazvijenijim tržištima.

Na narednom grafikonu predstaviti ćemo ukupan promet na Sarajevskoj i Banjalučkoj berzi u periodu od 2009. do 2018. godine.

26.-27. Mart/March 2021.

Grafikon 1: Prikaz ukupnog prometa SaSe i BlSe u periodu od 2009. do 2018. godine



Izvor: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS> □ 10□

6. Položaj bosanskohercegovačkog tržišta kapitala u okviru međunarodnih finansijskih tržišta

Tržište kapitala u Bosni i Hercegovini jeste malo i nerazvijeno, ali u budućnosti bi moglo imati veliku ulogu u privrednom razvoju zemlje. Prema podacima Svjetske banke vidljivo je da je bosanskohercegovačko tržište kapitala nesigurno, plitko i nedovoljno razvijeno. Procenat tržišne kapitalizacije od 44% gdje je bosanskohercegovačko tržište kapitala spadalo u grupu razvijenih tržišta, te cilj da se ta brojka dostigne nije se ostvario. Iz godine u godinu taj je procenat je sve manji i manji. Razlog za to može biti i sama organizacija tržišta, imajući na umu da su na tržištu prisutne dvije berze (SaSe i BlSe). Na osnovu toga postoje i dvije odvojene Komisije za vrijednosne papire te niz drugih akata kojima se reguliše poslovanje dviju berzi pojedinačno. Na tržištu kapitala postoje dva sistema koja su međusobno nepovezana, te ne postoji jedinstvena institucija koja bi berze mogla regulisati kao jednu cjelinu. Hartije od vrijednosti sa kojima se trguje su dionice, trezorski zapisi te obveznice. Kod razvijenih svjetskih tržišta kapitala svakodnevno se pojavljuju nove hartije od vrijednosti, a to znači da bosanskohercegovačko tržište kapitala prilično zaostaje i ostaje siromašnije hartijama od vrijednosti kojima se trguje. Veći broj hartija od vrijednosti nudi investitorima veći izbor investiranja i omogućava im povećanje njihovog portfelja. Nešto što bi dodatno pomoglo bosanskohercegovačkom tržištu kapitala su strana ulaganja na dugi rok, čemu treba posvetiti više pažnje da bi se razvijalo finansijsko tržište. Razvijenost tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini približno je na nivou kao kod Češke, Hrvatske i Poljske, što pokazuje tržišna kapitalizacija izmjerena u BDP-u. Karakteristike bosanskohercegovačkog tržišta kapitala se ogleda u tome da je siromašno i nedovoljno razvijeno, nefunkcionalno sa postojanjem duplih institucija sa malim brojem hartija od vrijednosti sa kojima se može trgovati. Da bi

26.-27. Mart/March 2021.

bosanskohercegovačko tržište kapitala postalo razvijenije, potrebno je izmijeniti zakonsku regulativu, integrisati dvije berze u jednu i uspostaviti jedinstvene institucije za upravljanje berzom. Osim toga potrebna su mnogo veća ulaganja u povećanje broja hartija od vrijednosti koje će da se kotiraju na dvije bosanskohercegovačke berze. Edukacija stanovništva je jedan od značajnijih razloga zbog kojeg je potrebno ulagati mnogo više kako bi se stanovništvo upoznalo sa mogućnostima koje pružaju hartije od vrijednosti u odnosu na klasičnu štednju. Nedostatak edukacije stanovništva po pitanju posjedovanja, trgovanja i prihoda koje doprinose hartije od vrijednosti u odnosu na razvijenije zapadnoevropske i druge zemlje doveo je do nedovoljnog posjedovanja hartija od vrijednosti kod domaćeg stanovništva.

7. Mogućnosti bržeg razvoja tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini

Neka istraživanja pokazuju da se postojeće stanje na tržištu kapitala u Bosni i Hercegovini u odnosu na tržišta kapitala u drugim državama značajno unaprijedilo. Međutim, bez obzira na navedeno, za tržište kapitala u Bosni i Hercegovini se ne može reći da je razvijeno jer i dalje postoje prepreke za dalji razvoj. Glavni problemi za dalji razvoj tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini su: nedovoljna informisanost građana naročito po pitanju prednosti finansiranja putem tržišta kapitala, nedovoljna zakonska regulativa koja u dovoljnoj mjeri ne štiti investitore, kao i nezainteresovanost u pogledu uvođenja inovativnih aktivnosti. Rezultati mnogih istraživanja u ovoj oblasti daju smjernice koje u značajnoj mjeri mogu pomoći da se tržište kapitala u Bosni i Hercegovini u budućnosti brže razvija. Dosadašnji rezultati istraživanja mogu poslužiti relevantnim institucijama u definisanju kriterijuma za odabir najprihvatljivijih načina za uspješno obavljanje svojih funkcija u procesu reforme tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini kao i ekonomsko unapređenje razvoja države. □9□. Postoji još dovoljno prostora da se unaprijedi rad dvije bosanskohercegovačke berze koje su nosioci razvoja tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini. Njihov efikasan rad omogućava Bosni i Hercegovini da se približi većem stepenu razvoja finansijskih tržišta, kako u ostalim državama regiona, tako i u okviru međunarodnih finansijskih tržišta.

7. Zaključak

Analizom postojećeg tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini u odnosu na njegov položaj na međunarodnom tržištu kapitala može se ustanoviti, ukoliko bi se ubrzao razvoj tržišta kapitala, to bi ubrzalo završetak svojinske transformacije, uticalo bi na priliv stranih investicija, a time bi uticalo i na povećanje efikasnosti upravljanja preduzećima. Primjenom inovativnih aktivnosti ublažio bi se uticaj globalne ekonomsko- finansijske krize nastale pojavom pandemije Covid-19, a time bi se ubrzao i razvoj tržišta kapitala u Bosni i Hercegovini u okviru finansijskih tržišta. Tržište kapitala u Bosni i Hercegovini, u pogledu legislative, tehničke infrastrukture, instrumenata trgovanja, slabo je uređeno tržište. Međutim, ako se uzmu u obzir i ostale činjenice, vidljivo je da stvarno efikasno uređeno tržište kapitala i ne postoji. Zbog toga, svako tržište kapitala treba da teži „savršenstvu“ i da formira što bolju infrastrukturu. Na kraju rada možemo zaključiti da tržište kapitala u Bosni i Hercegovini nije u potpunosti iskorišteno u pogledu mogućnosti koje može pružiti svojim učesnicima. Glavni razlog za to je posljedica niske likvidnosti, zatim prisutnost samo osnovnih instrumenata na tržištu kapitala, podjela tržišta i neusklađenost zakonskih propisa.

8. Literatura

1. Kovačević, R. (2012.), “Međunarodno tržište kapitala-savremene tendencije”, Centar za izdavačku djelatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str. 3-4.
2. Kovačević, R. (2016.), “Međunarodne finansije”, Centar za izdavačku djelatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.508-509.
3. Kumalić, I. (2013), „Razvijenost finansijskog tržišta u Bosni i Hercegovini“ časopis za ekonomiju i tržišne komunikacije, Fakultet poslovne ekonomije, Banja luka, str. 68.
4. Mehmedović, H., Gavorac, S., Šijan, G. (2018.), “Finansijska tržišta instrumenti i institucije”, Internacionalni univerzitet u Travniku, str. 37.
5. Mehmedović, H. (2019.), “Osnove monetarnih i međunarodnih finansija”, Internacionalni univerzitet Travnik, str. 161.
6. Mishkin S. F., Easkin, G. S., (2005) „Finansijska tržišta+ institucije“, Mate, Zagreb, str. 242.
7. file:///c:/users/pc/appdata/local/temp/rad_9 irena_planinic_trziste_kapitala_bosne_i_hercegovine_desetljece_nakon_globalne_financijske_krize.pdf (Preuzeto:26.01.2021.)
8. <https://www.cbbh.ba/press/edukacija/693>(Preuzeto: 29.01.2021.)
9. <https://www.google.com/search?q=tržište+kapitala+u+bosni+i+hercegovini&client=firefox-b-d&sxsrf> (Preuzeto:29.01.2021.)
10. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS> (Preuzeto: 30.01.2021.)